Transaktionsgegenstand: Schweizer 5 Sterne Hotellerie

Patrick Kullmann und Roland Schegg

Forschungshefte 1

2012

© ITO – Institut für Tourismus

TRANSAKTIONSGEGENSTAND: SCHWEIZER 5 STERNE HOTELLERIE

Patrick Kullmann und Roland Schegg

Forschungshefte 1

2012

Zusammenfassung

Internationale Untersuchungen belegen, dass die Hotellerie im Jahr 2011 deutlich mehr Akquisitionen und Fusionen aufwies als im Jahr 2010. Auch die Schweizer 5 Sterne Hotellerie zählte in den letzten Jahren diverse Transaktionen, nicht zuletzt deshalb, weil schon heute eine Vielzahl in- und ausländischer Investoren Hotels besitzen, um diese nach erreichtem Wertzuwachs wieder zu veräussern.

Dieser Artikel soll sowohl potentiellen Hotelinvestoren als auch der Geschäftsführung von Hotels zur Orientierung während dem Kauf- und Verkaufsprozess dienen. Entscheidungsträger, welche über das technische Wissen bezüglich Transaktionsmechanismen verfügen, Transparenz im Übernahmeprozess erlangen können sowie Lücken und Fehler der zugrundeliegenden Berechnungsmodelle erkennen, werden Kaufpreise objektivieren können. Das zielorientierte Teamwork zwischen dem Auftraggeber - Käufer oder Verkäufer - und externen Beratern bleibt unerlässlich, um mögliche Deal-Breaker frühzeitig zu erkennen und um angemessen darauf reagieren zu können. Die Kombination aus profundem Know-How über die Branche und transaktionsrelevantem Wissen ist Voraussetzung, um einen für alle Beteiligten fairen Kaufpreis zu finden und damit Übernahmen erfolgreich abzuschliessen.

Stichwörter
Transaktion, Akquisition, Übernahme, Fusion, Due Diligence, Kaufpreis, Investor, Nachfolgeregelung, Geheimhaltungsvereinbarung, Absichtserklärung, Kaufvertrag, Verkaufsvertrag, Zeichnung, Inkrafttreten, Vertragsvollzug, nachhaltiges EBITDA, Nettofinanzverbindlichkeiten, Nettoumlaufvermögen, Investitionen, Locked-box, Completion Accounts, Schweiz, Hotels, Hotellerie

Summary

International studies show that significantly more mergers and acquisitions were carried out in the hotel industry in 2011 than in 2010. Also the Swiss 5 star hotel sector revealed several transactions due to a large number of domestic and foreign investors seeking vendor profit margins on hotels.

This article is intended to serve investors and management of hotels as guidance during the sale and purchase process. Decision makers who gain the technical knowledge of transactional mechanisms can achieve transparency in the acquisition process, identify gaps and errors of the underlying models and will be able to objectify purchase prices. The goal-oriented teamwork between the client – buyer or seller – and external consultants will remain essential to identify potential deal-breaker of transaction in good time and allow reacting appropriately. Thus, the combination of profound know-how of the industry and transaction-related knowledge is essential in order to find a fair purchase price for all parties involved and to achieve the successful completion of acquisitions.

Keywords
Transaction, acquisition, transfer, merger, due diligence, purchase price, investor, deal breaker, succession planning, letter of intent, memorandum of understanding, sale and purchase agreement, SPA, non-disclosure agreement, NDA, signing, effectiveness, closing, underlying earnings, net debt, working capital, capex, capital expenditure, locked box, closing accounts, completion accounts, Swiss, Switzerland, hotels, hospitality

Einleitung

Untersuchungen zu Hoteltransaktionen im Raum Europa, Naher Osten und Afrika (EMEA) zeigen, dass 2011 deutlich mehr Übernahmen als im Vorjahr erfolgten[1]. Auch die Schweizer 5 Sterne Hotellandschaft gehört heute zu einer Vielzahl dynamisch wechselnder in- und ausländischer Investoren, welche unterschiedliche Anlagefristen und -motivationen verfolgen. So wechselte beispielweise 2011 das Hotel Giardino in Ascona von der Credit Suisse zur Centaurium Immobilien AG oder die Immobilien der Seiler Hotels Zermatt AG für einen Wert von CHF 178.3 Mio.[2] von der Athris Holding AG zum Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality. Im 2012 veräusserte die Athris Holding AG anschliessend auch die Seiler Hotels Zermatt AG mit reiner Betreibertätigkeit an eine von der Familie Seiler angeführten Investorengruppe[3]. Da Investoren während einer Transaktion meist das Ziel eines objektiven und fairen Kaufpreises anstreben, erhält das technische Wissen rund um Hoteltransaktionen eine immer grössere Bedeutung. Änderungen der Inhaberverhältnisse kommen in der Hotellerie gewöhnlich aufgrund einer Nachfolgeregelung[4] aus Altersgründen oder aus Finanzierungs- und Renditeüberlegungen zustande. Da viele Fachbücher[5] und Artikel[6] lediglich Unternehmensbewertungen und Berechnungsansätze erläutern, ist es umso mehr ein Bedürfnis zu klären, was bei einer Transaktion im Hotelbereich tatsächlich entscheidend ist. Nachfolgend wird daher auf typische Fragestellungen und Problemfelder im Hinblick auf den Transaktionsablauf, die Transaktionsarten und die Transaktionsmechanismen eingegangen.

Transaktionsablauf und -arten

Grundsätzlich wird bei Übernahmen zwischen dem Kauf von Gesellschaftsanteilen wie Aktien (Share Deal) und dem Kauf einzelner Aktiven wie Vorräten, Sacheinrichtungen oder Immobilien (Asset Deal)[7] unterschieden. Da die meisten grossen Hoteltransaktionen die Übernahme sämtlicher oder zumindest einen Teil der Gesellschaftsanteile mit sich bringen, werden wir uns im Folgenden auf den Bereich der Share Deals konzentrieren. In der Regel gliedern sich Transaktionen in folgende vier Phasen, welche zeitlich aufeinander folgen:

A) Zeichnung der nicht-bindenden Absichtserklärung (Letter of Intent / Memorandum of Understanding) unter Geheimhaltung (Non-Disclosure Agreement - NDA)

Beide Parteien, möglicher Hotelkäufer und -verkäufer, vereinbaren in einer Absichtserklärung unter Geheimhaltung ihre grundsätzliche Bereitschaft an einem Übergang der Hotelgesellschaft. Diese Absichtserklärung enthält erste Interessenbekundungen und definiert eine Due Diligence Prüfung als festen Bestandteil der geplanten Transaktion, um mögliche Risiken, insbesondere mögliche Deal-Breaker, vor der Übernahme beurteilen zu können. Hierbei kann es sich um finanzielle, steuerliche, rechtliche, operative, bauliche, informationstechnologische oder auch firmenkulturelle Fragestellungen während einer Due Diligence Prüfungen handeln.

Zudem kann diese Absichtserklärung die Exklusivität der Transaktion zugunsten des möglichen Käufers vorsehen, womit sich der Verkäufer verpflichtet, für einen vereinbarten Zeitraum mit keinem anderen Kaufinteressenten parallele Verhandlungsgespräche zu führen. Falls keine Exklusivität besteht, kann der Hotelverkäufer auch ein Bieter- oder Auktionsverfahren vorsehen, bei welchem

---

[1] Jones Lang LaSalle Hotels (2012). 60% of Total Hotel Investment Volumes in 2011 were transacted as Single Asset Deals across EMEA. Hotel Investment Highlights Report.
[2] Credit Suisse (2011). Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality, November. Newsflash.
[3] HTR HotelRevue (2012). Familie Seiler übernimmt Aktienmehrheit, http://www.htr.ch/artikel_31346.html.
[4] Fravi, G. J. (Mai 2011). Nachfolgeplanung in der Hotellerie: Die Alternative zum Verkauf. Hotelier.
[5] Hail, L. und Meyer, C. (2006). Abschlussanalyse und Unternehmensbewertung: Framework zur Analyse von Rechnungswesendaten.
[6] Deutscher, D. (2011). Unternehmensbewertung in der Hotellerie: Wie wertvoll ist mein Hotel? Hotelier.
[7] Anmerkung: Beim Verkauf einzelner Unternehmensteile (Segmente) wird von Carve-Outs gesprochen.

mehrere nur ihm bekannte Interessenten zeitgleich ein Kaufangebot einreichen. Anschliessend nimmt der Hotelverkäufer auf Basis der eingereichten Kaufangebote eine erste Selektion der Verhandlungspartner für weitere Angebotsrunden vor.

B) Zeichnung des bindenden Kauf- und Verkaufsvertrags (Signing)

Infolge der unterzeichneten Absichtserklärung startet gewöhnlich eine Due Diligence Prüfung, welche Ergebnisse für die Kaufpreisfindung der Hotelgesellschaft aufzeigen soll und auf deren Basis der Kaufinteressent ein zweites und konkretes Kaufangebot abgibt. Zudem werden Transaktionsthemen identifiziert, welche vertraglich berücksichtigt werden sollen. Sollte ein Konsens über das Angebot zwischen möglichen Käufern und Verkäufern bestehen, kommt es zur weiteren Prüfung und definitiven Ausarbeitung und Zeichnung des eigentlichen Vertragswerks, welches erstmals beide Parteien für die geplante Hoteltransaktion rechtlich bindet. Dies ist der Kauf- und Verkaufsvertrag bzw. Aktienkaufvertrag (Share Purchase Agreement - SPA), welcher vor allem folgende Themen beinhaltet:

- Definitionen
- Käufer und Verkäufer (involvierte Parteien)
- Transaktionsumfang
- Zeitpunkte: Einerseits wirtschaftlicher Übergang des Nutzens und des Risikos, andererseits rechtlicher Übergang von Nutzen und Gefahr
- Zugrundeliegender Rechnungslegungsstandard der Abschlüsse
- Erwarteter Unternehmenswert (Basiskaufpreis)
- Kaufpreisberechnung, -mechanismus und -zahlungsmodalitäten
- Definition von Nettoumlaufvermögen, Nettofinanzverbindlichkeiten und EBITDA
- Gewährleistungs- und Schadenersatzklauseln
- Möglicherweise Rücktrittsklauseln für den Käufer bei wesentlicher Verschlechterung des Geschäftsgangs (Material Adverse Change - MAC); der Verkäufer verpflichtet sich materielle Entscheidungen zu Vertragsschliessungen, -beendigungen und Investitionsentscheide erst nach vorgängiger Käuferzustimmung vorzunehmen und den Betrieb nach gewöhnlichem Geschäftslauf bis Vertragsvollzug zu führen.
- Wettbewerbsverbot für den Verkäufer für eine definierte Zeitdauer
- Schiedsvereinbarung, -verfahren und -gericht

C) Übergang des wirtschaftlichen Nutzens und Risikos per Inkrafttreten (Effectiveness)

Der Zeitpunkt des Inkrafttretens hat vor allem beim später erklärten Locked-box Mechanismus eine besondere Bedeutung. Grundsätzlich tritt der Käufer zu diesem Zeitpunkt wirtschaftlich die Führung des Hotels an, womit ihm das finanzielle Ergebnis der Hotelgesellschaft zusteht.

D) Übergang des rechtlichen Eigentums per Vertragsvollzugsdatum (Closing)

Der Vertragsvollzug schliesst den Transaktionsablauf ab und stellt die finale Verhandlungseinigung zwischen Käufer und Verkäufer über den Kaufpreis der Hotelgesellschaft dar. Als Voraussetzungen sind oftmals bestimmte Closing Conditions (z.B. Gremienvorbehalte, Zustimmungen der Kartellbehörden) zu erfüllen, damit die Transaktion formal überhaupt abgeschlossen werden darf.

Für die Kaufpreisbestimmung müssen zwei Mechanismen, Locked-box und Completion Accounts, unterschieden werden, welche den zeitlichen Übergang von Nutzen und Gefahr unterschiedlich definieren. Diese unterscheiden zwischen wirtschaftlichem und rechtlichem Übergang.

Haben sich Käufer und Verkäufer über den Kaufpreis geeinigt, stellt sich die Frage wie dieser entrichtet werden soll. In der Regel sind Einmalzahlungen eher die Ausnahme, da meist anteilige Rückbehalte des Kaufpreises auf ein Treuhand- oder Sperrkonto (Escrow Account) überwiesen werden, um mögliche Risiken aus Gewährleistungs- und Schadenersatzfällen für eine vereinbarte Zeit

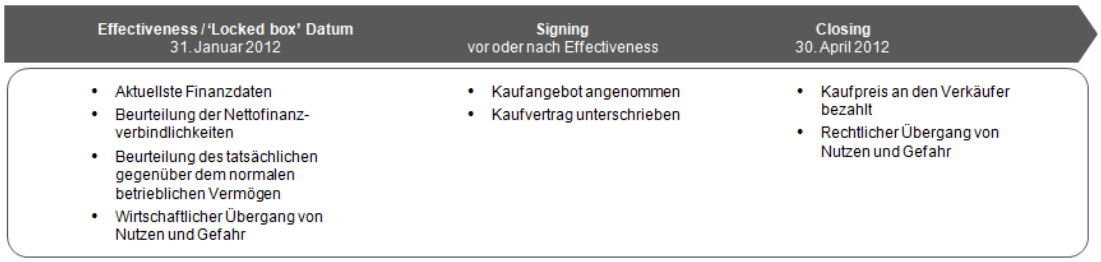
abzudecken. Dieser gesperrte Betrag wird gewöhnlich verzinst und nach der vertraglichen Sperrfrist zugunsten des Verkäufers freigegeben. Sollte es zur Gewährleistung oder Schadenersatz tatsächlich kommen, können Abzüge der Restzahlung vom Käufer gefordert werden. In der Praxis muss in einem solchen Fall oftmals ein Schiedsgutachter entscheiden, ob diese Forderungen gerechtfertigt sind.

In einigen Fällen kommt es vor, dass Käufer und Verkäufer eine Earn-Out Vereinbarung abschliessen, bei welcher sich der ehemalige Hotelinhaber und damit Verkäufer verpflichtet, weiterhin geschäftsführend für den neuen Eigentümer, also den Käufer, tätig zu sein und sich der Kaufpreis auch auf finanzielle Ergebnisse zukünftiger Jahre bezieht (z.B. EBITDA). Damit soll einerseits ein Know-How Verlust vermieden werden und andererseits die Bereitschaft des Verkäufers erhöht werden, den Unternehmenserfolg auch nachhaltig zu sichern, womit neuer und alter Inhaber die gleiche Zielsetzung verfolgen. Folglich findet die Auszahlung des Kaufpreises dann entsprechend über mehrere Jahre statt und erst, wenn sich ein gewisser Mehrwert für den Käufer bereits realisiert hat.

Transaktionsmechanismen

Generell vereinbaren die Vertragsparteien einen Transaktionsmechanismus[8] für die Übertragung der Unternehmung. Dieser hat Einfluss auf den Kaufpreis und kann den zeitlichen Übergang der Hotelgesellschaft vom Verkäufer auf den Käufer, das heisst den Zeitpunkt der wirtschaftlichen Risikoübertragung, unterschiedlich festlegen. Der folgende Beschrieb stellt ein Musterbeispiel dar, welcher im Einzelfall einer Transaktion abweichen kann.

A) Locked-box Mechanismus



Graph 1: Zeitlicher Ablauf beim Locked-box Mechanismus

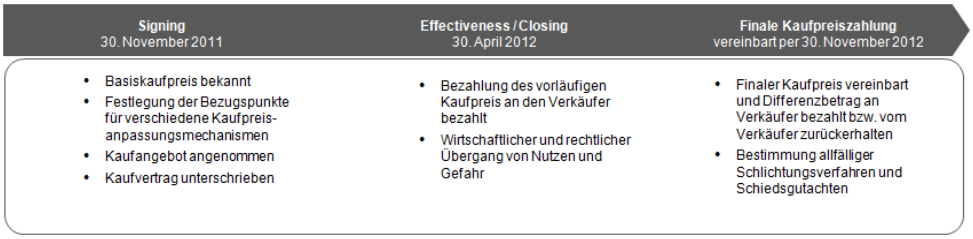
Beim Locked-box Mechanismus wird ein fester Kaufpreis zwischen Hotelkäufer und -verkäufer vereinbart, der auf einem Finanzabschluss der zu übernehmenden Hotelgesellschaft per Inkrafttreten (Effectiveness / Locked box Datum) basiert. In der Regel handelt es sich bei dem Abschluss um testierte oder relativ aktuelle Finanzdaten, welche vom Käufer oder dessen Berater während einer Due Diligence zusätzlich hinterfragt werden. Zu diesem Locked-box Datum oder Stichtag des Inkrafttretens erfolgt der wirtschaftliche Übergang von Nutzen und Gefahren auf den Käufer. Daher besteht keine weitere Kaufpreisanpassung bei abweichenden Finanzwerten per Vertragsvollzug (Closing), da der Festkaufpreis zeitlich per Inkrafttreten gilt. Zum Vertragsvollzug findet daher lediglich eine Verhandlung über den Kaufpreis per Locked-box Datum statt, welche nach Einigung der beiden Verhandlungsparteien in der rechtlichen Übertragung endet.

In der Phase zwischen Stichtag des Inkrafttretens und Vertragsvollzug wird das Hotel meist noch vom ehemaligen Inhaber, also dem Hotelverkäufer, geführt, auch wenn es bereits im wirtschaftlichen Eigentum des Käufers steht. Daher findet in dieser Phase gewöhnlich eine Due Diligence Nachprüfung jeglicher buchhalterischer Transaktionen nach Stichtag des Inkrafttretens statt, um nicht legitime Abschöpfungen finanzieller Mittel an den Verkäufer (unpermitted Leakage) wie Dividenden, Boni oder überhöhte Geschäftsführersaläre zu prüfen. Da die eigentliche Zahlung des Kaufpreises erst nach der Due Diligence Nachprüfung zum Vertragsvollzug vorgenommen wird, erfolgt die Verzinsung des

[8] PwC. Kaufpreisfindung bei Transaktionen: So schützen sich Käufer und Verkäufer vor bösen Überraschungen.

Kaufpreises ab dem Datum des Inkrafttretens bis zum Vertragsvollzug, womit der Verkäufer für die verzögerte Zahlung entschädigt wird.

B) Completion oder Closing Accounts Mechanismus



Graph 2: Zeitlicher Ablauf beim Completion Accounts Mechanismus

Beim Completion Accounts Mechanismus fällt der wirtschaftliche und rechtliche Übergang von Nutzen und Gefahren meist auf das gleiche Datum, welches der Stichtag des Vertragsvollzugs ist. Bei diesem Mechanismus wird ein zeitlich vorgängig festgelegter Basiskaufpreis (beispielsweise per Datum der Absichtserklärung) aufgrund tatsächlicher finanzieller Werte per Vertragsvollzug (Closing) aktualisiert und damit der Kaufpreis je nach Geschäftsentwicklung nach oben oder nach unten korrigiert. Diese Kaufpreisanpassung basiert auf mehreren Komponenten wie nachhaltigem EBITDA, Nettofinanzverbindlichkeiten, Nettoumlaufvermögen und Investitionen.

Unternehmenswert

Die Literatur kennt unter den klassischen Unternehmensbewertungen in der Hotellerie vor allem Modelle wie Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF), Substanz- und Ertragswertverfahren kombinative Ansätze wie die Praktikermethode oder den Economic-Value-Added sowie relative Ansätze in Form von Vergleichswerten (Multiples) auf Basis von EBITDA- und Umsatz-Multiplikatoren oder ähnlichen Branchentransaktionen[9]. Im Rahmen einer Übernahme werden daher vor allem Sensitivitäten und Annahmen der zugrundeliegenden Modelle wie Wachstumsraten und Zinssätze genau hinterfragt und analysiert. Grundsätzlich bilden diese Modelle Grundlage zur Berechnung des Unternehmenswerts (Enterprise Value), welcher anschliessend anhand der Kaufpreisanpassungsmechnismen adjustiert wird.

Kaufpreisanpassungsmechanismen

In der Praxis wird der Transaktionswert exklusive Liquidität und Schulden verhandelt (cash and debt free)[10]. Auf dieser Basis werden die folgenden Kaufpreisanpassungsmechanismen dargestellt:

A) Nachhaltiges EBITDA (Underlying Earnings)

Das nachhaltige EBITDA soll ähnlich wie eine Geldflussrechnung die erwirtschaftete Liquidität der Hotelgesellschaft aufgrund des normalen Geschäftsbetriebs wiedergeben. Somit soll es frei von ausserordentlichen und nicht wiederkehrenden Umsätzen und Aufwendungen sein und für zukünftige Jahre ein stabiles und normalisiertes Resultat darstellen. Daher kann es sein, dass während einer Due Diligence Prüfung Bereinigungen auf Stufe EBITDA für ein Jahr oder mehrere Jahre vorgenommen werden. Der zeitliche Umfang hängt davon ab, ob in der Absichtserklärung bzw. einem (vorläufigen) Kaufvertrag ein Einjahres- oder ein Durchschnitts-EBITDA über verschiedene Jahre festgelegt wurde. Diese Korrekturen können sich in der Hotellerie beispielsweise auf folgende Sachverhalte beziehen:

---

[9] Arbenz, B. Unternehmensbewertung durch Market Multiples. Corporate Finance Consulting. http://www.msmgroup.ch/pdf/publikationen/Aufsatz_Market_Multiples.pdf

[10] Ernst & Young (2010). Share Purchase Agreements: Gängige Kaufpreismechanismen und aktuelle Entwicklungen in der Praxis.

Umsätze:
Eine bedeutende Messe führte in der Vergangenheit aufgrund des hausinternen Revenue Managements zu besonders hohen Zimmerraten im Juni. Da die Messe im Fünfjahresrhythmus die Stadt wechselt, wird die Zimmernachfrage des Hotels zukünftig signifikant abnehmen und folglich zu einer Reduktion der Umsätze führen. Es erfolgt eine Bereinigung der Umsätze früherer Jahre, da zukünftig eine Umsatzabnahme erwartet wird.

Personalkosten:
Bis Dezember 2011 standen drei Reservationsmitarbeiter unter Vertrag. Ab Januar 2012 werden deren Tätigkeiten neu zentral durch das Head-Office vorgenommen. Dem Hotel wird daher seit 2012 eine Reservationsgebühr verrechnet, welche die Personalkosten der drei ehemaligen Mitarbeiter unterschreitet. Es erfolgt eine Bereinigung der Differenzwerte früherer Jahre, da die Reservationsgebühr auch zukünftig Anwendung finden wird.

Mieterträge:
Für das Personal wurden in der Vergangenheit externe Räumlichkeiten zu günstigen Konditionen angemietet und diese Studios zu Selbstkosten plus 10% Aufschlag an die Angestellten weiterverrechnet. Ab Mai 2012 wird das angemietete Personalgebäude aufgrund nicht finanzierbarer Sanierungskosten abgerissen. Das Hotel informiert die Angestellten, selbst eine neue Unterkunft zu suchen und anzumieten. Es erfolgt eine Bereinigung der Nettomieterträge für frühere Jahre, da die ehemalige Mietertragsmarge von 10% zukünftig ausbleiben wird.

B) Nettofinanzverbindlichkeiten/forderungen (Net debt/cash)

Nettofinanzverbindlichkeiten stellen künftige Geldabflüsse der Hotelgesellschaft dar und sind somit in der Vergangenheit eingegangene Verpflichtungen vor der Transaktion. Daher werden diese generell vom Kaufpreis abgezogen. In der Praxis bestehen meist Nettofinanzverbindlichkeiten, da das Fremdkapital die flüssigen Mittel häufig übersteigt. Ob es sich im Einzelfall um ein Nettoaktivum oder -passivum handelt, hängt davon ab, ob der Saldo aus flüssigen Mitteln, zinstragendem Fremdkapital sowie weiterer Verbindlichkeiten mit Finanzierungscharakter einen Vermögenswert oder einer Schuld entspricht.

Unter Verbindlichkeiten mit Finanzierungscharakter werden Positionen verstanden, die aufgrund des langen Aussenstands zur Finanzierung der Gesellschaft beitragen. Darunter fallen je nach Beschaffenheit Positionen wie überfällige Kreditoren, Bonifikationen oder Überzeit- und Ferienrückstellungen.

Tabelle 1 zeigt Beispiele von Komponenten, welche im Rahmen der Nettofinanzverbindlichkeiten/ -forderungen oftmals Berücksichtigung finden:

Flüssige Mittel	**Verbindlichkeiten mit Finanzierungscharakter *fortgeführt***
Kassabestände und Geldkonten	Ausstehende Dividendenzahlungen
Wertschriften	Kreditoren für Investitionen
	Eigenkapitalbedarf bei hälftigem Kapitalverlust oder negativen Eigenkapital
Zinstragendes Fremdkapital	Mitarbeiterrückstellungen (Ferien, Überzeit, Bonifikationen, 13. Monatslohn)
Bankvorschüsse	Arbeitgeber-Sozialabgaben auf Mietarbeiterbeteiligungsprogrammen
Darlehen und deren Zinsen	Verlustträchtige Devisionentermingeschäfte
Leasingkosten (sofern nicht nutzbar)	Offene Steuerverpflichtungen
	Strafgebühren aufgrund von Vertragsbrüchen
Verbindlichkeiten mit Finanzierungscharakter	Kosten im Zusammenhang mit der Transaktion
Nicht verfügbare flüssige Mittel wie Sperrkonten (trapped cash)	Kosten im Zusammenhang mit der rechtlichen Strukturierung der Gesellschaft
Noch nicht abgeschlossene Bewegungen flüssiger Mittel (cash in transit)	Rückstellungen oder Abgrenzungen für Umweltsanierungen
Aufstockung auf Mindest-Cash-Bestand zur Betriebstätigkeit	Rückstellungen für Abfindungsleistungen
Noch nicht eingelöste Checks	Rückstellungen für Garantieleistungen
Noch nicht eingelöste Gutscheine	Rückstellungen für Restrukturierungen
Offene Verpflichtungen aus Kundenbindungsprogrammen	Weitere Rückstellungen

Tabelle 1: Beispiele typischer Komponenten der Nettofinanzverbindlichkeiten/ -forderungen

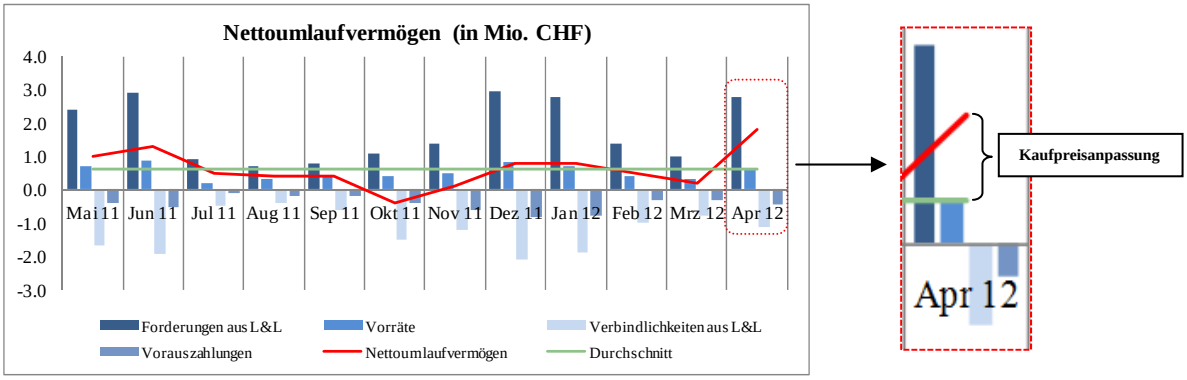
C) Nettoumlaufvermögen/verschuldung (Working Capital)

Die dritte Kaufpreisanpassung betrifft das Nettoumlaufvermögen. Das Ziel ist es, ein nachhaltiges, betriebliches Mindestnettoumlaufvermögen zu identifizieren, welches notwendig ist, um die Betriebstätigkeit auf Grundlage des normalen Geschäftsgangs führen zu können. Ist dieses Nettoumlaufvermögen mehrheitlich positiv, ist eine Selbstfinanzierung sichergestellt, ist es jedoch mehrheitlich negativ, besteht ein Nettoliquiditätsabfluss, welcher bis zur Zahlungsunfähigkeit und der Notwendigkeit neuer Mittelaufnahme führen kann. Es werden zwei Berechnungsvarianten unterschieden.

- Die erste Methode kalkuliert in der Hotellerie üblicherweise einen Nettowert aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräten, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie Kundenvorauszahlungen (Trade Working Capital), welche direkt mit der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in Verbindung stehen.

- Die zweite Methode berücksichtigt zusätzlich übrige Forderungen und Verbindlichen sowie transitorische Aktiven und Passiven (Net Working Capital), welche indirekt mit der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in Verbindung stehen.

Sollte per Vertragsvollzug im Falle von Completion Accounts ein Überschuss oder Defizit des Nettoumlaufvermögens gegenüber einem Referenzstichtag oder Durchschnittsbestand der letzten 12 bis 24 Monate bestehen (siehe fiktives Beispiel in Graph 3), erfolgt eine Anpassung des Kaufpreises. Entsprechend erhöht ein Überschuss den Kaufpreis, wohingegen ein Defizit diesen reduziert – oftmals wird in der Praxis eine vertragliche Bandbreite definiert (z.B. +/- CHF 1,000,000) und nur Abweichungen ausserhalb dieser Grenzwerte ausgeglichen. Dieser Mechanismus zielt darauf ab, saisonale Schwankungen der Geschäftstätigkeit angemessen im Kaufpreis zu berücksichtigen und diesen somit für Hotelkäufer und -verkäufer zu objektivieren.



Graph 3: Evolution des Nettoumlaufvermögens eines Hotels (exemplarisch) als Bestandteil der Kaufpreisanpassung per Referenzstichtag (z.B. 30. April 2012)

D) Investitionen (Capex)

Investitionen können im Rahmen einer Transaktion auf zweierlei Arten Berücksichtigung finden. Zum einen sind sie im zugrundeliegenden Business Plan und damit der Unternehmensbewertung enthalten. Zum anderen kann ein Investitionsanpassungsmechansimus vorgesehen werden, bei welchem das nachhaltige Investitionsniveau identifiziert und eine Abweichung aufgrund von Über- oder Unterinvestitionen direkt im Kaufpreis angepasst wird. Bekanntlich fällt in der Hotellerie oftmals ein erheblicher Investitionsstau aufgrund hoher Sanierungskosten der Liegenschaft an. Dieser Investitionsstau kann im Rahmen einer Transaktion eine besondere Bedeutung erlangen, da der Hotelverkäufer grundsätzlich einen möglichst hohen Bestand an flüssigen Mitteln und tiefen Bestand an Kreditoren anstrebt, um einen höheren Kaufpreis erzielen zu können als dies bei normaler Investitionstätigkeit der Fall wäre. Damit der Hotelkäufer nachträglich keine Nachholinvestitionen tätigen muss, findet in der Praxis eine Anpassung des Kaufpreises auf Basis der Abweichung zwischen effektiv geleisteten und budgetierten bzw. vertraglich verhandelten Normalinvestitionen statt.

E) Kaufpreisberechnung

Tabelle 2 zeigt die Überleitung des Unternehmenswerts auf den Kaufpreis (Enterprise to Equity Bridge) und berücksichtigt somit exemplarisch alle vier Kaufpreisanpassungsmechanismen.

Kaufpreisberechnung (in Mio. Schweizer Franken) - Beispiel		
A) Per Zeichnungsdatum des Kauf- und Verkaufsvertrags (Signing)		
Basiskaufpreis	93.0	Vereinbarter Wert per 31. Oktober 2011 gemäss Kauf- und Verkaufsvertrag vom 30. November 2011
÷ EBITDA	15.5	Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen per 31. Oktober 2011 und hochgerechnet auf 12 Monate
= Multiple	6.0	Der Multiple errechnet sich aus der Division vom Basiskaufpreis und EBITDA.
B) Per Vertragsvollzug (Closing)		
Nachhaltiges EBTDA	14.3	Wert per 30. April 2012 nach Bereinigungen (hochgerechnet auf 12 Monate)
x Multiple	6.0	Der berechte Multiple gemäss "A" als Bestandteil des Kauf- und Verkaufsvertrags zwischen den Parteien beschlossen
= Unternehmenswert	85.8	Aus der Multiplikation des nachthaltigen EBITDA und des vereinbarten Multiples errechnet sich der Unternehmenswert
+ Nettoumlaufvermögen	1.2	Überschuss des Nettoumlaufvermögens per 30. April 2012 gegenüber dem Durschnitt der vorherigen 18 Monate
- Nettofinanzverbindlichkeiten	-8.6	Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten (net debt)
- Investionsbedarf	-2.4	Differenzwert der nicht umgesetzten Investitionen (Defizit aufgrund eines Investitionsstaus)
= Kaufpreis	**76.0**	**Wert zu zahlen in zwei Tranchen von je CHF 38.0 Millionen per 30. April 2012 und 30. November 2012**

Tabelle 2: Kaufpreisberechnung (exemplarisch)

Fazit

Hoteltransaktionen werden auch zukünftig in der Schweizer 5 Sterne Hotellerie stattfinden und medienwirksame Übernahmen grosser Häuser mit sich bringen. Aufgrund der Relevanz von Transaktions- und Kaufpreismechanismen auf den Hotelwert und damit dem Kaufpreis, müssen Käufer und Verkäufer mit komplexen Transaktionsprozessen bestens vertraut sein und diese, gegebenenfalls unter Mithilfe spezialisierter Partner, sorgfältig planen, durchführen und überwachen. Daher sind profundes Branchenwissen und Kenntnisse transaktionsrelevanter Mechanismen und Risiken Voraussetzung, um einen für alle Beteiligten fairen Kaufpreis zu finden und damit die Übernahme erfolgreich abzuschliessen. Investoren, die Mehrwert erlangen wollen, müssen somit über dieses Know-How und das nötige Verhandlungsgeschick verfügen, um Kaufpreise objektivieren und optimieren zu können.

Literaturverzeichnis

Arbenz, B. Unternehmensbewertung durch Market Multiples. Corporate Finance Consulting.

Credit Suisse (2011). Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality, November. Newsflash.

Deutscher, D. (2011). Unternehmensbewertung in der Hotellerie: Wie wertvoll ist mein Hotel? Hotelier.

Ernst & Young (2010). Share Purchase Agreements: Gängige Kaufpreismechanismen und aktuelle Entwicklungen in der Praxis.

Fravi, G. J. (2011). Nachfolgeplanung in der Hotellerie: Die Alternative zum Verkauf. Hotelier.

Hail, L. und Meyer, C. (2006). Abschlussanalyse und Unternehmensbewertung: Framework zur Analyse von Rechnungswesendaten.

HTR (2012). Familie Seiler übernimmt Aktienmehrheit, http://www.htr.ch/artikel_31346.html.

Jones Lang LaSalle Hotels (2012). 60% of Total Hotel Investment Volumes in 2011 were transacted as Single Asset Deals across EMEA. Hotel Investment Highlights Report.

PwC. Kaufpreisfindung bei Transaktionen: So schützen sich Käufer und Verkäufer vor bösen Überraschungen.

PwC. Wohin des Deals? Ein Wegbegleiter für Firmenkäufer und Firmenverkäufer.

Schramm, M. und Hansmeyer, E (2010). Transaktionen erfolgreich managen - Ein M&A-Handbuch für die Praxis. KPMG.

AUTOREN

Patrick Kullmann
Patrick Kullmann graduierte als «Bachelor of Science in International Hospitality Management» und «diplomierter Hotelier HES-SO» an der Ecole hôtelière de Lausanne (EHL). Nach seinem Studium arbeitete er zwei Jahre als Projektleiter Hotellerie bei der Privatklinikgruppe Hirslanden sowie während fünf Jahren in der Wirtschaftsprüfung von PricewaterhouseCoopers (PwC). Anschliessend rotierte der «eidgenössisch diplomierte Wirtschaftsprüfer» und «eingetragene Revisionsexperte» zu KPMG und arbeitet seither in der Wirtschaftsberatung im Bereich Transaction Services an finanziellen Due Diligence Projekten.

(patrick.kullmann@ehl.ch)

Roland Schegg
Dr. Roland Schegg war zwischen 2000 und 2004 Forscher und Dozent an der Ecole hôtelière de Lausanne (EHL) und arbeitet jetzt als Forschungskoordinator am Institut für Tourismus (ITO) der Fachhochschule Westschweiz Wallis (HES-SO Wallis). Der promovierte Naturwissenschaftler hat nach Studien an der ETH Zürich und der Universität Genf einige Jahre als Consultant in der Erdölindustrie gearbeitet und forscht unter anderem in den folgenden Themengebieten: Nutzung der IKT im Tourismus (insbesondere Vertriebskanäle in der Hotellerie), Nachhaltigkeit im Tourismus, Tourismusobservatorien, Marktforschung.

(roland.schegg@hevs.ch)

© 2012 Institut für Tourismus – Forschungshefte

ITO – Institut für Tourismus
HES-SO // Wallis
Technopôle 3
3960 Siders
Schweiz

Website :http://ito.hevs.ch
Mail :info.ITO@hevs.ch

Tel. +41 27 606 90 01
Fax +41 27 606 90 00